



22 April 2010 | 4 pages

盾安环境 (002011)

一季度业绩基本符合预期

——2010 年一季报点评

史海昇

执业证书编号: S1230209120122

86-21-64718888

zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 09年公司业绩基本符合预期
- 特种空调或成为公司新的增长点

投资要点:

- 2010 年第一季度公司共实现营业收入 7.73 亿元, 同比增长 68.21%, 营业利润 6235.8 万元, 同比增长 6.37%, 归属于母公司所有者净利润 4274.7 万元, 同比增长 20.48%, 基本每股收益 0.11 元, 基本符合预期。
- 一季度收入保持高速增长, 成本上升拖累毛利率提高。由于 08 年基数较低, 1-3 月份家用空调销量同比增长 37.61%, 为补充库存需要空调产量同比增长 52.65%, 下游需求旺盛带动第一季度公司收入增速环比 09 年第四季度提高 22.17 个百分点, 一季度原材料铜的价格高位震荡, 且平均价格和去年同期相比上涨 94.84%, 从而导致公司毛利率同比下降 2.6 个百分点, 为 21.55%。从当前的情况来看铜价继续快速上扬的可能性较小, 公司成本压力将得以缓解, 毛利率继续下滑的可能性较小。
- 期间费用率小幅上涨。公司继续加大市场开拓力度, 同时由于人力成本上升以及研发投入增多, 一季度公司销售费用和管理费用分别同比增加 0.93 个百分点和 1.31 个百分点, 但是同期由于借款减少, 财务费用为-17.76 万元, 同比减少 452.4 万元。1-3 月份毛利率下降、期间费用上涨是公司利润增速低于收入的主要原因。
- 电子膨胀阀能否实现量产、特种空调能否跨越式发展是今年主要看点。2009 年是我国变频空调的起步元年, 市场份额不断提高, 在空调新效能标准即将实施的背景下, 一季度变频空调加速发展, 在格力、美的等企业的大力推动下, 今年变频空调的市场份额势必继续扩大。公司已经生产出电子膨胀阀样品, 但是被市场认可和接受尚需一定时日。公司特种空调 09 年已经为公司贡献收入和利润, 目前核电制冷主机、风阀、风机以及末端已通过认证, 正向核电制冷的全面供应商进军。
- 投资建议: 我们预计公司 2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.56 元、0.64 元, 以 4 月 21 日收盘价 22.15 元计算, 对应的动态市盈率分别为 40 倍和 35 倍, 虽然公司目前估值较高, 但一方面考虑到股权激励行权条件的业绩保证, 另一方面公司核电业务超预期可能性较大, 维持公司“买入”投资评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2400.4	2591.0	2281.7	2534.4	2891.9
收入增长率%	62.57%	7.94%	-11.94%	11.07%	14.11%
EBITDA(百万元)	260.6	291.2	314.4	430.0	542.5
净利润(百万元)	161.6	149.8	160.4	208.3	238.7
摊薄EPS(元)	1.00	0.40	0.43	0.56	0.64
PE	22.1	55.0	51.4	39.6	34.5

评级:

买入

当前价格:

¥ 22.15

单季度业绩

元/股

1Q/2010

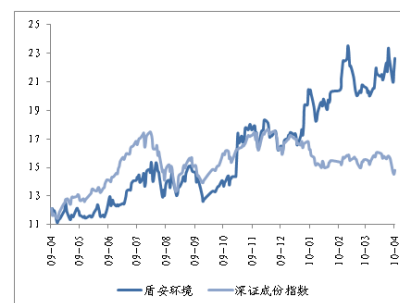
0.11

2Q/2009

3Q/2009

4Q/2009

1 年股价走势图



公司简介

公司是国内空调阀门行业龙头之一, 截止阀市场占有率第一, 四通阀市场占有率第二, 近年来公司立足商用中央空调领域逐步向特种空调行业迈进, 并不断开辟新的增长点。

报告撰写人: 史海昇

报告数据支持人: 刘迟





资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	225.9	327.9	296.6	304.1	361.5	营业收入	2400.4	2591.0	2281.7	2534.4	2891.9
应收票据	96.0	295.5	187.5	194.4	221.8	营业成本	1989.2	2121.4	1805.3	2036.6	2297.4
应收账款	325.4	282.0	250.1	277.7	316.9	营业税金及附加	4.5	9.4	7.9	7.6	8.7
预付款项	48.6	52.2	48.6	44.5	39.9	销售费用	80.3	87.7	81.2	81.1	89.6
其他应收款	17.5	29.2	22.8	25.3	28.9	管理费用	86.9	117.6	150.3	93.8	111.3
存货	561.7	330.9	272.0	306.9	346.2	财务费用	12.8	23.0	8.8	19.0	35.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-18.0	19.8	8.2	7.0	8.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	305.9	342.0	650.2	1094.6	1580.0	投资收益	10.9	1.7	2.0	0.0	0.0
在建工程	3.8	26.7	363.4	531.7	615.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	255.7	213.9	222.0	289.4	341.1
无形资产	213.0	218.0	190.8	163.5	136.3	营业外收支净额	2.1	10.6	16.4	0.0	0.0
长期待摊费用	0.1	0.7	0.6	0.5	0.4	税前利润	257.8	224.4	238.3	289.4	341.1
资产总计	2183.1	2091.5	2468.8	3129.6	3834.1	减：所得税	45.4	33.5	28.1	37.6	51.2
短期借款	162.1	321.0	174.7	493.2	911.7	净利润	212.4	190.9	210.3	251.7	289.9
应付票据	112.2	179.3	173.1	195.3	220.3	归属于母公司的净利润	161.6	149.8	160.4	208.3	238.7
应付账款	376.9	237.5	222.6	251.1	283.2	少数股东损益	50.8	41.1	49.9	43.4	51.2
预收款项	21.6	16.5	-29.1	-79.8	-137.7	基本每股收益	1.00	0.40	0.43	0.56	0.64
应付职工薪酬	22.0	13.5	13.5	13.5	13.5	稀释每股收益	1.00	0.40	0.43	0.56	0.64
应交税费	17.5	27.0	27.0	27.0	27.0	财务指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
其他应付款	86.2	43.9	43.9	43.9	43.9	成长性					
其他流动负债	0.2	1.0	0.2	0.9	1.8	营收增长率	62.6%	7.9%	-11.9%	11.1%	14.1%
长期借款	30.0	0.0	50.0	150.0	250.0	EBIT增长率	104.3%	6.5%	-7.0%	33.0%	22.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	166.4%	-7.3%	7.0%	29.9%	14.6%
负债合计	927.7	910.5	1082.8	1572.0	2090.8	盈利性					
股东权益合计	1255.4	1180.9	1441.7	1613.3	1799.0	销售毛利率	17.1%	18.1%	20.9%	19.6%	20.6%
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	销售净利率	6.7%	5.8%	7.0%	8.2%	8.3%
净利润	212.4	190.9	210.3	251.7	289.9	ROE	14.5%	14.0%	12.5%	14.8%	15.5%
折旧与摊销	21.1	36.2	77.4	114.6	157.7	ROIC	12.9%	14.4%	10.1%	10.3%	9.7%
经营活动现金流	155.8	140.8	371.8	318.2	378.8	估值倍数					
投资活动现金流	-79.3	-106.0	-698.0	-700.0	-700.0	PE	22.1	55.0	51.4	39.6	34.5
融资活动现金流	-35.3	13.8	294.9	389.3	378.6	P/S	1.5	3.2	3.6	3.3	2.9
现金净变动	41.2	48.6	-31.3	7.5	57.4	P/B	3.2	7.7	6.4	5.9	5.3
期初现金余额	344.0	225.9	327.9	296.6	304.1	股息收益率	5.7%	3.3%	0.0%	1.0%	1.3%
期末现金余额	385.2	274.6	296.6	304.1	361.5	EV/EBITDA	14.2	28.7	27.8	21.4	17.9





浙商证券

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观 策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

宏观研究

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业团队

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn





信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

研究服务团队

研究服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

研究服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

研究服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

研究服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

研究服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海
上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621) 64718888
传真：(8621) 64718888

浙商证券网址：www.stocke.com

